

## 5 CONCLUSÃO

Analizamos nesta dissertação a eficácia dos controles de entrada de capitais em restringir e selecionar os influxos financeiros. Vimos que nos anos 1990 no Brasil os controles de entrada de capitais tiveram apenas de dois a seis meses de eficácia em restringir o influxo financeiro. A hipótese a que aludimos foi que as operações de elisão dos controles de capitais no período realizadas pelos agentes financeiros tornaram ineficazes as restrições. Exemplificamos diversas operações deste tipo que teriam sido utilizadas na época e que permitiam aos integrantes do mercado aplicar seu capital no Brasil passando ao largo das restrições impostas pelo governo.

Iniciamos o estudo dos controles de entrada de capitais a partir de um modelo teórico. Concluimos que em um ambiente onde não há elisão das restrições ao capital e o diferencial de juros do país é fixado a fim de equalizar os fluxos financeiros, os controles de entrada seriam capazes de aumentar o influxo de capitais de longo prazo, e conseqüentemente reduzirem a probabilidade de um *sudden stop*. Isto ocorreria, pois o controle de entrada conjuntamente a um maior diferencial de juros alongaria o horizonte de investimento dos investidores, e então, estes teriam menor probabilidade de reverter seu investimento de longo prazo antes de sua maturação prevista. No entanto, o custo associado a esta estratégia seria ter altas taxas de juros no país, por causa do aumento de custo de capital doméstico imposto pelo controle.

Pelo nosso modelo, o objetivo de restringir a entrada de capitais de curto prazo também poderia ser atingido pelas restrições à entrada nesse ambiente sem elisão e com diferencial de juros endógeno à fixação dos controles.

Mas ambas as conclusões dependem das restrições de o diferencial de juros ser endógeno ao problema e de não haver capacidade de elisão dos controles por parte dos investidores. Entretanto, no mundo real estas restrições raramente são válidas. O diferencial de juros depende da política monetária do país e do exterior, as quais têm o

objetivo de controle da inflação e trilhar o crescimento sustentável. Assim, o diferencial de juros pode ser exógeno à dinâmica dos fluxos de capitais, como muito ocorreu em geral no Brasil em ausência de crises financeiras. Um exemplo brasileiro foi o período de 1995 a 1996, quando o Banco Central continuou com a forte desinflação e, para isso, manteve um diferencial de juros acima do exigido pelos investidores estrangeiros<sup>39</sup>. O efeito colateral foi o excesso de influxo financeiros, que o governo tentou lidar com a imposição de controles de entrada de capitais. Mas aí a segunda restrição mencionada se mostrou também falsa: o mercado conseguiu diversas formas para elidir as restrições impostas à entrada de capital de curto prazo, limitando fortemente a eficácia das medidas.

Vimos, então, que se o diferencial de juros for determinado exogenamente à fixação do mecanismo de controle de capital e há capacidade de elisão das restrições aos influxos financeiros por parte dos investidores internacionais o controle de entrada pode ter sua eficácia significativamente limitada. Neste caso a imposição *de jure* das restrições ao capital não necessariamente é equivalente à implementação *de facto* das mesmas.

A atratividade de altos diferenciais de juros pode limitar a eficácia dos controles de entrada. São nos períodos de um diferencial de juros que atraem abundância de entrada de capitais que as restrições ao influxo de curto prazo são em geral discutidas. Porém, no caso do alto diferencial de juros ser oriundo de decisões exógenas à fixação do controle de capital, este pode não ser eficaz em conter o influxo financeiro e nem selecionar o investimento de longo prazo. E com diferencial de juros exógeno podemos ter situações, como vimos no modelo, onde apenas o investidor de curto prazo entra na economia, sendo que se as taxas cobradas pelo controle de capital não forem fixadas corretamente, pode haver incentivo ao investidor de curto prazo se disfarçar como longo prazo.

A possibilidade de circundar os controles de entrada de capitais, a qual exemplificamos extensivamente no capítulo III, implica que o custo imposto ao influxo de capital de curto prazo não é necessariamente a taxa oficial cobrada pelos controles de

---

<sup>39</sup> Vide Bevilaqua, Garcia e De Paula [2000].

capitais. Mas sim é o mínimo entre a taxa oficial e o custo de elidir as restrições. Relatamos diversos casos no Brasil durante os anos de 1990 que mostram que o custo de circundar o controle de capital na época era menor do que ao cumprir a regulação. Assim, a eficácia das medidas restritivas à entrada de capital foi bastante limitada. Com efeito, realizamos uma análise via funções de resposta a impulso para medir a eficácia dos controles de entrada para restringir os influxos financeiros no Brasil nos anos 1990, e chegamos que as medidas conseguiram reduzir a entrada de capitais em apenas de dois a seis meses. Os influxos financeiros via o canal do Anexo IV – que eram muitas vezes vistos como os vilões de curto prazo no período – foram ainda menos afetados, revertendo o efeito da restrição em apenas cerca de três meses.

O efeito da capacidade de elisão dos controles de capitais sobre sua eficácia ainda é um ponto incipiente na literatura econômica. Em geral, os artigos assumem que a implementação dos controles é trivial e desconsideram o efeito da elisão das restrições. Mas a imposição dos controles de capitais estará sujeita ao desenvolvimento do mercado financeiro local e de alternativas em mercados de derivativos no exterior (os quais aumentam as possibilidades de elisão), da capacidade de vigilância da autoridade cambial, da punição em casos de elisão ilegal, e o mais difícil, de não haver brechas (*loop-holes*) nas regulações impostas.

Em suma, a eficácia dos controles de entrada de capitais dependerá da habilidade do mercado em driblar as restrições impostas e do governo fixar o diferencial da paridade coberta da taxa de juros condizente com equilíbrio nos fluxos de capitais. Enquanto o rendimento ajustado pelo risco oferecido pelo país for atraente, os controles de entrada de capitais serão eficazes ao máximo temporariamente num ambiente de mercado financeiro desenvolvido e sofisticado.

Para concluir, citemos o que um dos maiores banqueiros do Brasil disse sobre controles de capitais no Brasil: “Acredito que os controles são péssimos para o Brasil. Mas eu adoro, porque todos me procuram para driblá-los. Ganhei muito dinheiro em cima dessas restrições”. Esta afirmação ilustra bem a problemática da fixação dos controles.